



国债期货月报

(2016.11.1-2016.11.29)

2016年11月30日

吕洁
高级研究员
执业编号：F0269991
电话：
0571-28132578
邮箱：lvjie@cindasc.com

邵菁菁
国债期货研究员
执业编号：F3014625
电话：
0571-28132630
邮箱：
2934597866@qq.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO.,LTD

杭州市文晖路108号浙江出版
物资大厦1125室、1127室、
12楼和16楼
全国统一服务电话：
4006-728-728

信达期货网址：
www.cindaqh.com

资金面持续偏紧 期债不容乐观

内容概要

本月期债经历了大幅度的调整，TF1703 与 T1703 全周分别下跌 1.09%和 1.67%。11.29，期债甚至创下上市后最大当日跌幅，TF1703 与 T1703 全天分别下跌 0.42%和 0.71%。

资金面来看，本月初市场资金面经历了短暂的宽松后开始持续收紧，尽管 Shibor 利率已经连续三周不断走高，但是央行公开市场投放力度却明显减弱，甚至从上周起开始在公开市场上实现资金的净回笼。叠加跨月敏感时点，资金面紧张的持续超预期，直接导致了昨日期债的大跌，这从另一层面也表明了央行对宽松的审慎以及对货币市场利率时点性向上波动的容忍。笔者认为，在目前国内外环境，货币边际收紧是大概率事件，国内方面楼市调控势在必行，防范金融风险也仍在强化中；国外近期美联储加息概率上升，人民币贬值速度加快，货币政策实难放松。

基本面方面，10 月及三季度宏观经济数据显示经济增长保持平稳。受近期大宗商品价格快速上涨的影响，PPI 跳涨至 1.2%，CPI 亦重回“2”时代。同时房价上涨对租金和服务类价格的传导也开始显现，通胀预期抬头，货币政策宽松预期进一步减弱。政策面方面，央行于第三季度货币政策报告中，强调抑制资产泡沫和防范金融风险，央行在公开市场上抬升机构资金成本，短期利率中枢上行。

长期来看，地产销售回落对投资的负面影响可能要到 17 年初才显现，明年初经济下行压力仍大，如果经济数据低于管理层设定的底线，市场对货币政策进一步宽松预期或再度加强。另外，资产荒背景下 机构配置债券的需求仍然存在。随着特朗普赢得总统选举，市场预计特朗普将大幅提高财政支出，美国国债利率近期大幅上行。特朗普上台后推行新政的决心有多大将是 17 年最大的不确定因素之一。如果财政扩张力度超预期，明年美国通胀和美债利率都将大幅上行，将利空全球债市。

操作上，由于短期经济数据对期债利空较多，且资金面持续承压，叠加最近蓝筹股大涨带动市场风险偏好上升，年末前还有美联储加息预期在释放，人民币汇率贬值压力亦不小，各个因素均利空期债，期债调整或将延续。



第一部分 期债行情回顾

本月期债大幅下跌,截至 11.29,5 年期主力合约 TF1703 累计下跌 1.101 个点,跌幅 1.09%,以 100.200 报收;10 年期主力合约 T1703 累计下跌 1.671 个点,跌幅 1.67%,以 98.930 报收。

图 1. 5 年期国债期货走势



资料来源：博易大师，信达期货研发中心

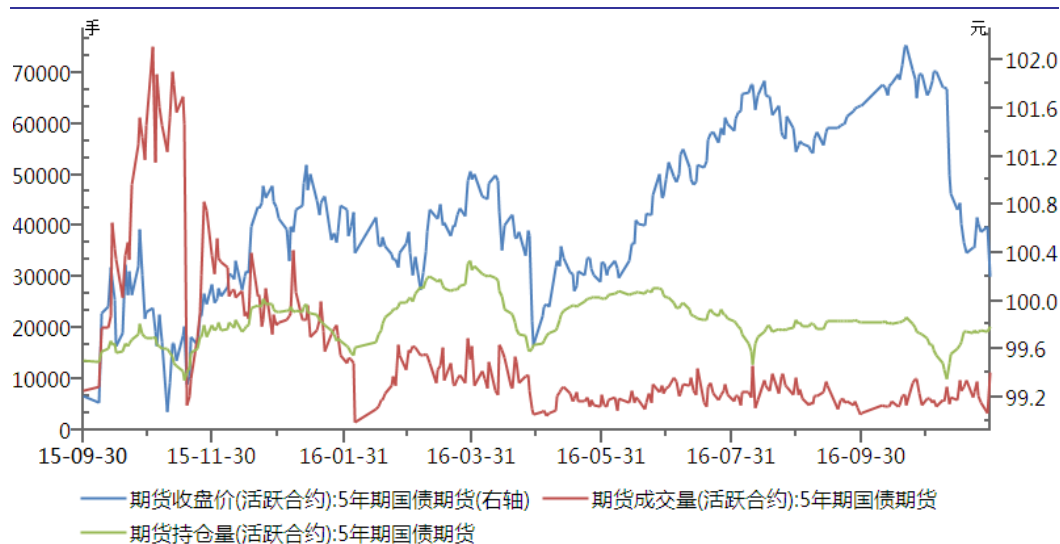
图 2. 10 年期国债期货走势



资料来源：博易大师，信达期货研发中心

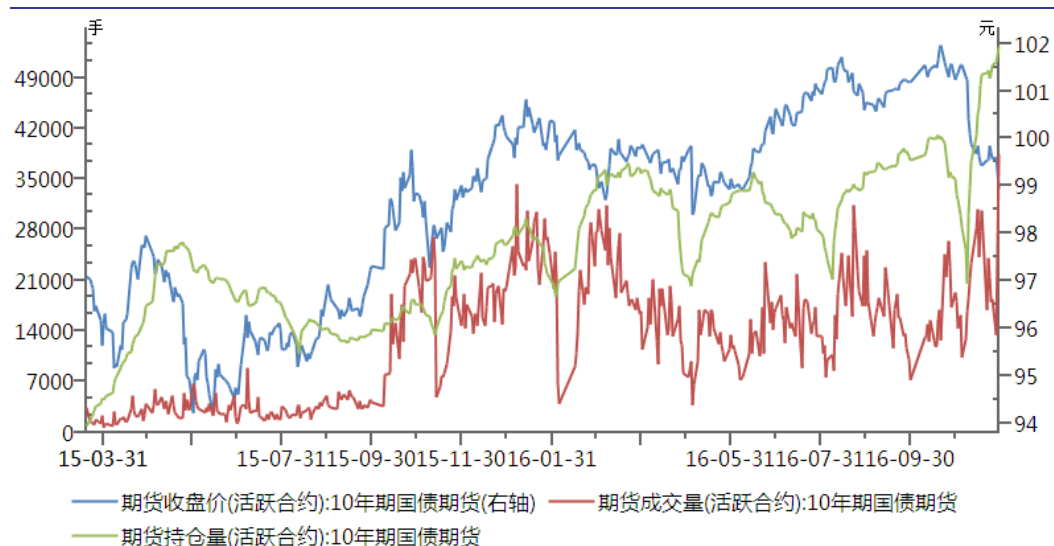
截至 11.29，5 年期和 10 年期活跃合约成交量和持仓量较上周显著上升。

图 3. 5 年期活跃合约成交量和持仓量



资料来源：Wind，信达期货研发中心

图 4. 10 年期活跃合约成交量和持仓量



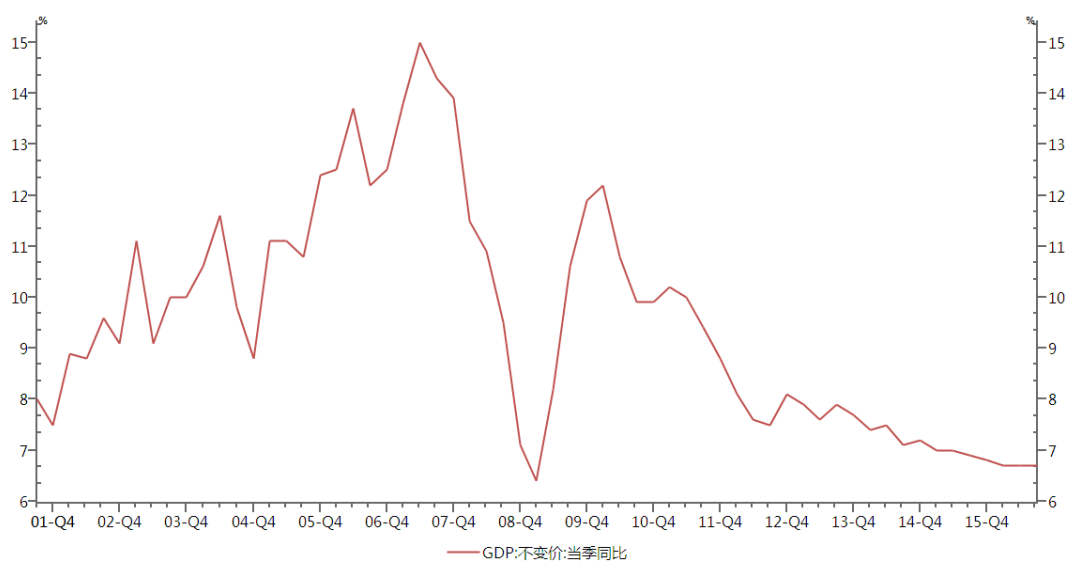
资料来源：Wind，信达期货研发中心



第二部分 宏观经济金融

在财政政策积极发力作用下，经济企稳态势在三季度内得以延续，但企稳本身很大程度上依赖于政策面的支持。2016年前三季度 GDP 达 529971 亿元人民币，按可比价格计算，同比增长 6.7%，其中三季度 GDP 增长 6.7%，与前两个季度持平。

图5. GDP 同比增速

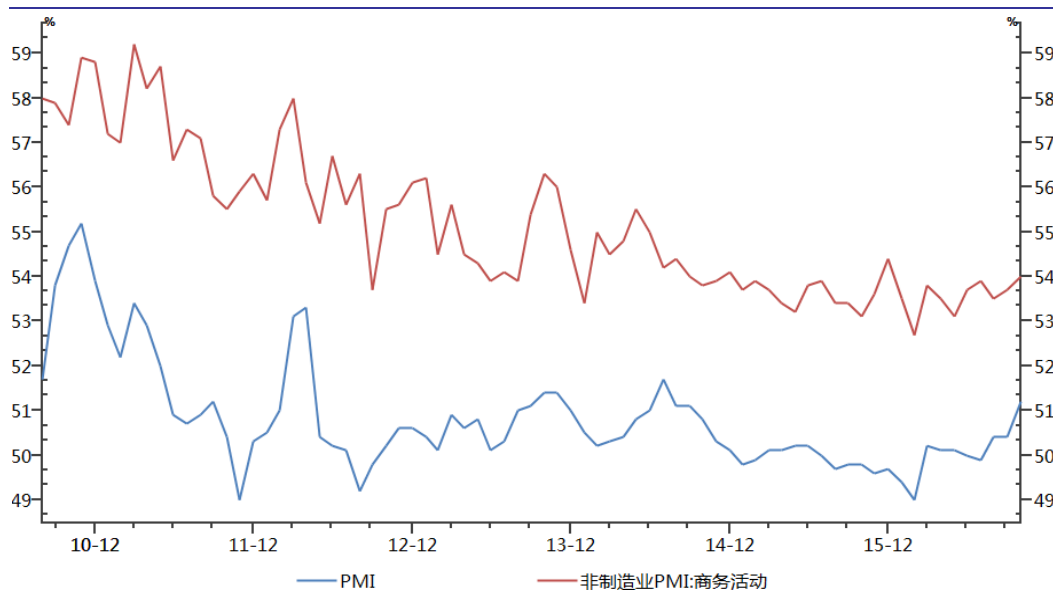


资料来源：Wind，信达期货研发中心



10月官方制造业PMI 51.2，大幅超出预期，生产和需求明显回升，但进出口形势依然严峻；非制造业PMI为54.0，比上月上升0.3个百分点，服务业稳中有进。财新中国制造业PMI 51.2，服务业PMI 52.4。地产调控对经济的影响存在滞后性，预计主要体现在2017年初，经济重回下行通道预期增强，但基建加码、PPI转正推动企业补库和企业盈利改善推动制造业投资恢复等将部分对冲地产影响。

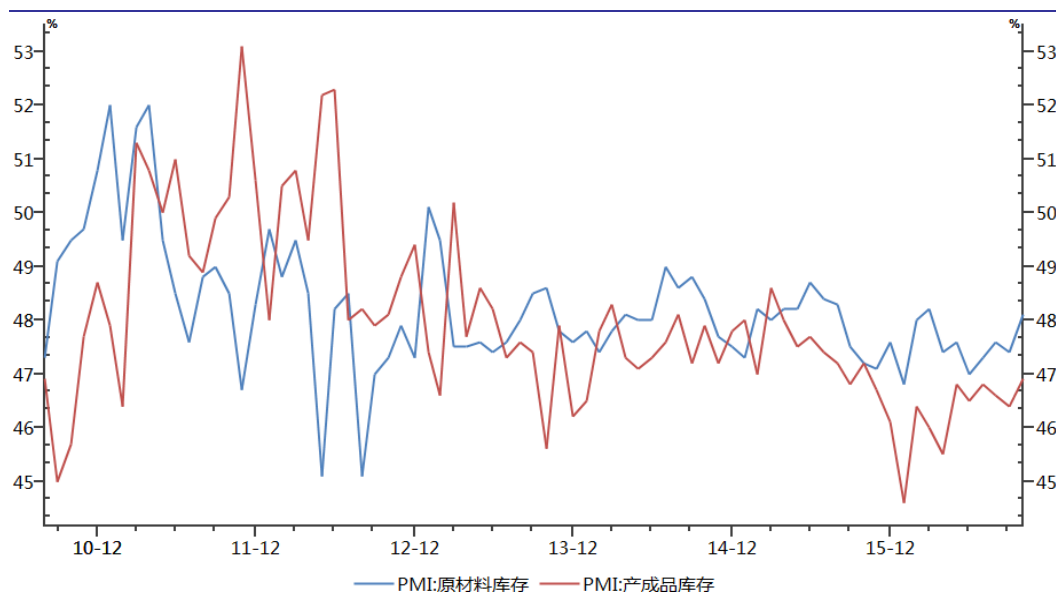
图6. 官方PMI



资料来源：Wind，信达期货研发中心

从分项数据来看，10月原材料库存和产成品库存为达到本年高位，分别为48.1和46.9，随着PPI的回升，企业可能进入主动补库存周期。

图7. PMI：原材料库存和产成品库存

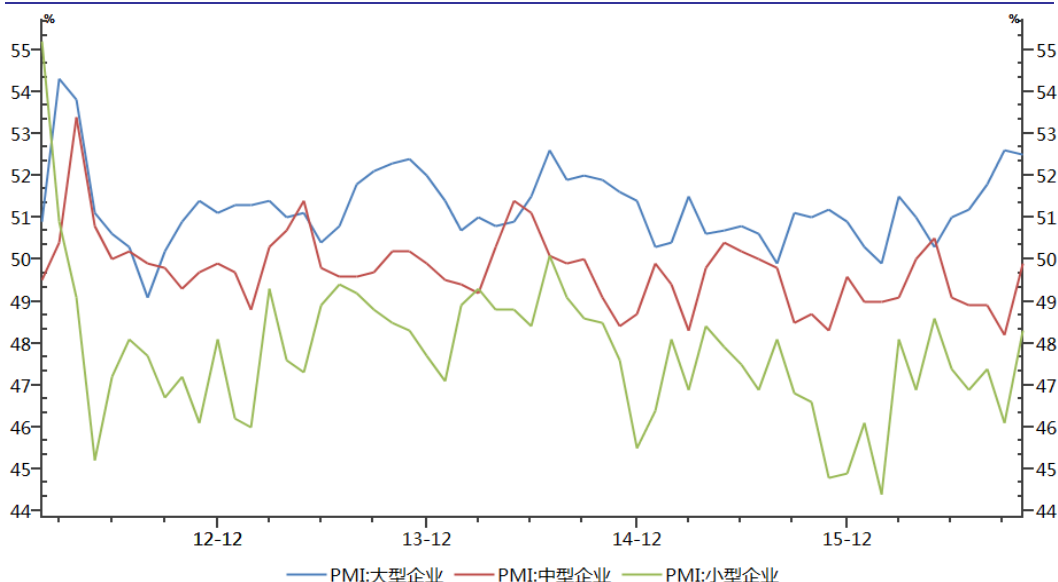


资料来源：Wind，信达期货研发中心



分企业规模来看，10月大型企业PMI为52.5，比上月回落0.1个百分点，中型企业PMI为49.9，高于上月1.7个百分点，小型企业PMI为48.3，高于上月2.2个百分点，中小企业成为PMI回升的主力，经济结构进一步合理。

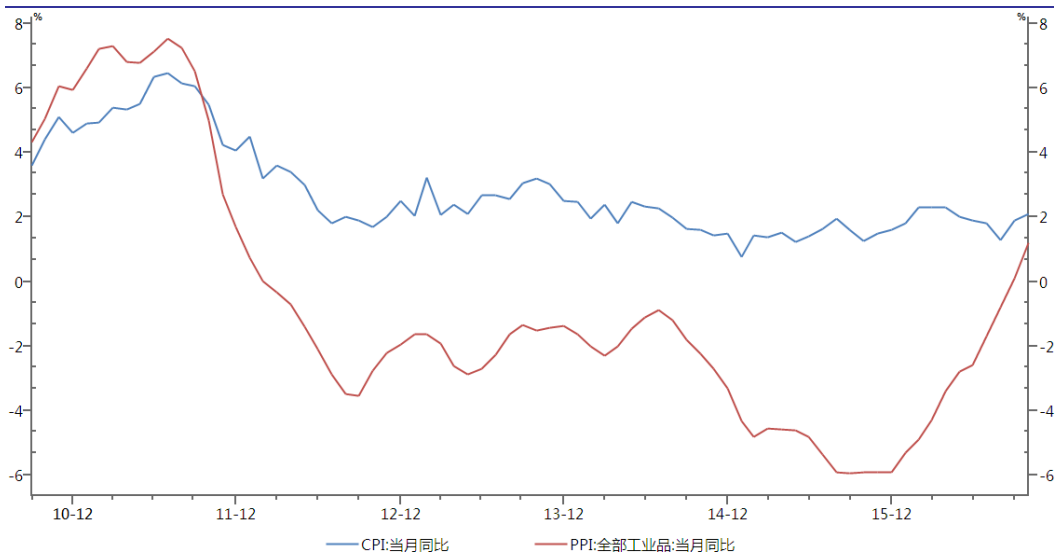
图8. PMI：分企业规模



资料来源：Wind，信达期货研发中心

10月全国居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.1%，涨幅比上月扩大0.2个百分点。其中，食品价格上涨3.7个百分点，非食品价格上涨1.7个百分点，CPI环比下降0.1个百分点。工业生产者出厂价格(PPI)同比上涨1.2%，涨幅比上月扩大1.1个百分点，PPI环比上涨0.7%，超出部分市场机构预期，反映稳增长和去产能政策效果逐步显现。

图9. 物价指数继续双双上涨，经济短期企稳迹象明显

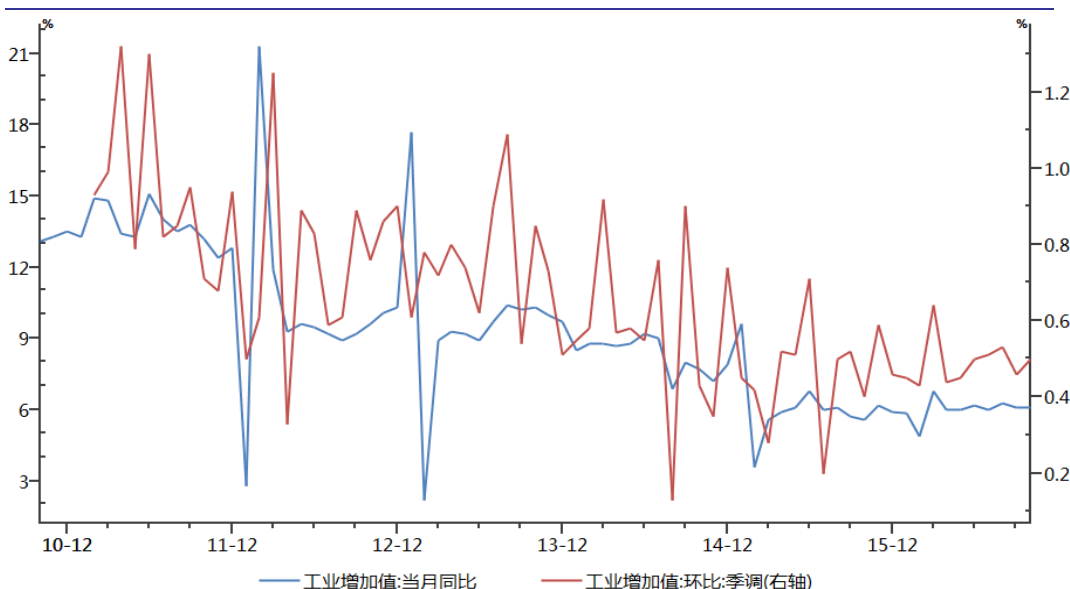


资料来源：Wind，信达期货研发中心



10 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，与上月持平。从环比来看，10 月份规模以上工业增加值较上月增长 0.5%，其中高技术产业、装备制造业增速较快，但汽车行业因基数效应增速放缓，当月汽车制造工业增加值增速为 18%，9 月同比增长高达 31.5%。

图10. 规模以上工业增加值

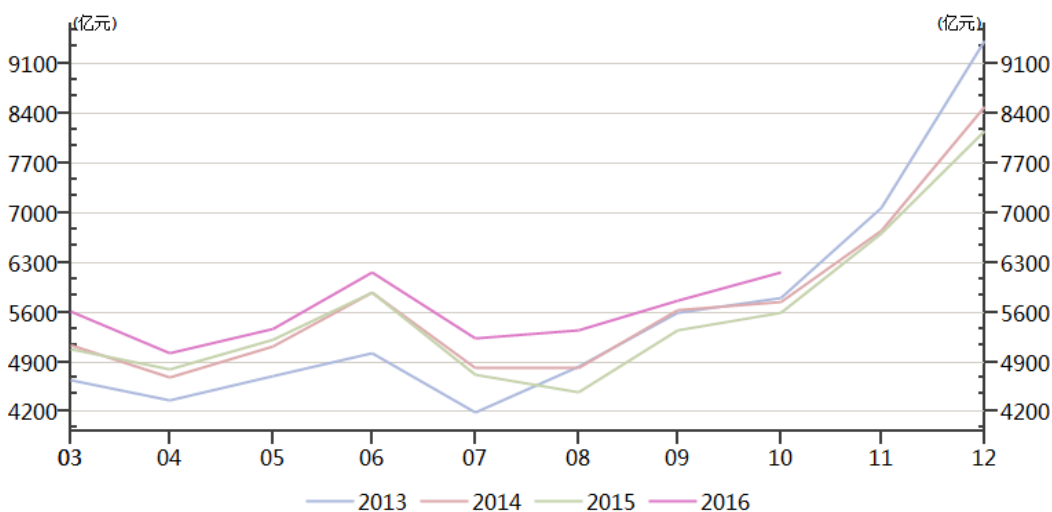


资料来源：Wind，信达期货研发中心

10 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 6161 亿元，同比增长 9.8%，增速比 9 月份加快 2.1 个百分点，明显好于 9 月份。从行业来看，化工、煤炭和通用设备等行业利润增长较明显。

图11. 规模以上工业企业利润总额

工业企业:利润总额:当月值

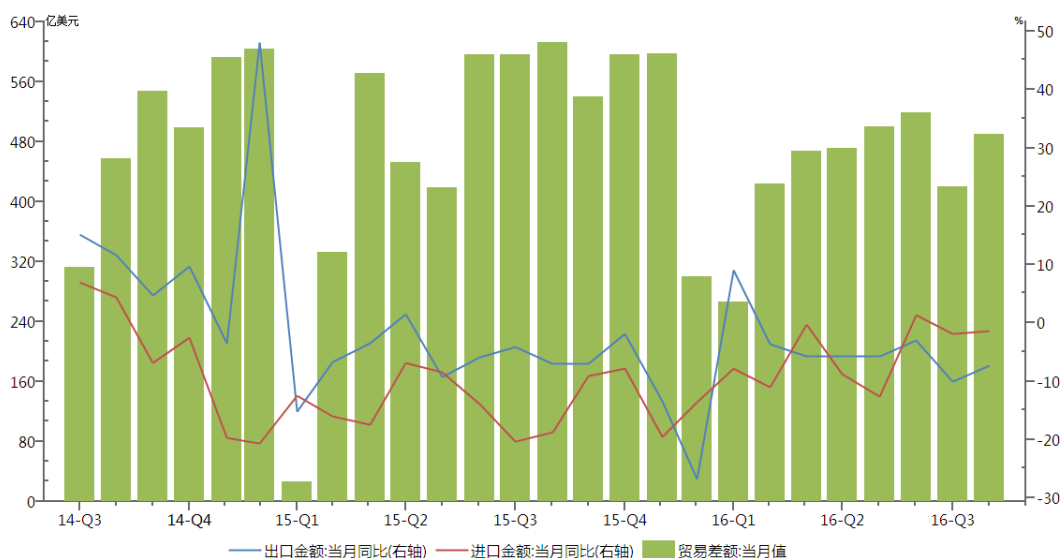


资料来源：Wind，信达期货研发中心



消费、投资和进出口作为拉动中国经济的三驾马车，10月进出口同比继续下降且不及预期，但比上月降幅有所收窄。按美元计算，10月出口同比-7.3%，进口同比-1.4%。贸易顺差490.56亿美元，前值419.89亿美元。10月出口数据跌幅超预期，显示人民币贬值对出口的提振作用不明显，外需依然不振；进口数据较好，一方面反映了内需的改善，宏观经济形势短期向好，另一方面大宗商品价格近期快速上涨导致进口增加。

图12. 进出口延续疲弱态势



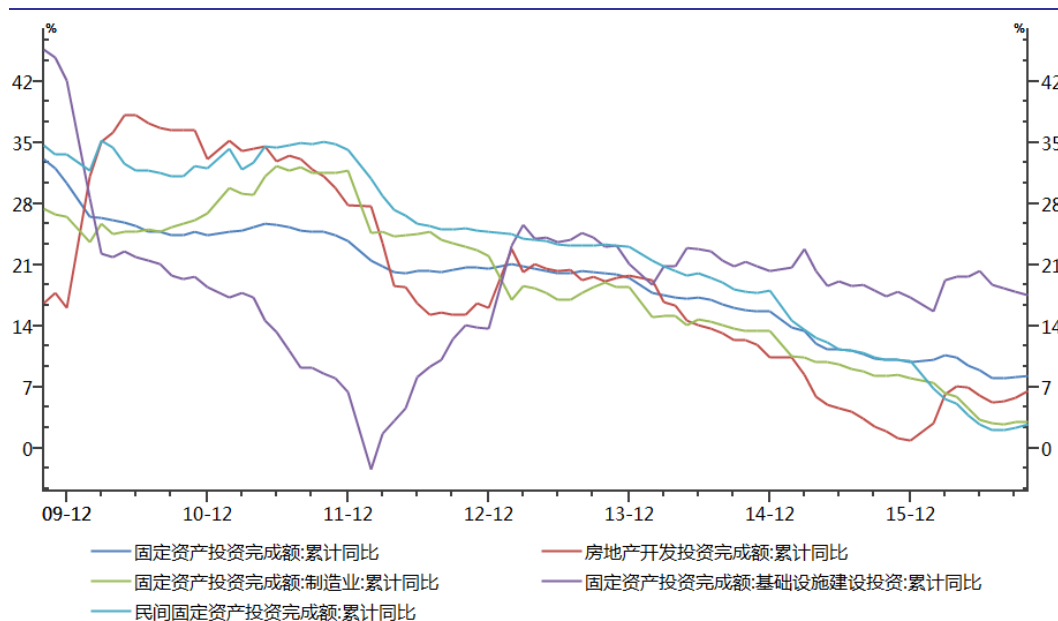
资料来源：Wind，信达期货研发中心

1-10月全社会固定资产投资增速同比增长8.3%，好于预期，增速加快0.1个百分点。各分项投资增速均稳中有升，其中民间投资增速2.9%，较前期加快0.4个百分点。民间投资增速再加快，表明市场内生动力有所增强。

10月社会消费品零售总额增速小幅放缓至10%，不及10.7%预期和前值10.7%，本次消费增速有所回落的最主要因素在于汽车销售，其拉低了社会消费品零售总额增速0.5个百分点。1-10月社会消费品零售总额同比10.3%，预期10.4%，前值10.4%。值得一提的是，阿里巴巴的“双十一”以207亿元的成交额刷新记录。

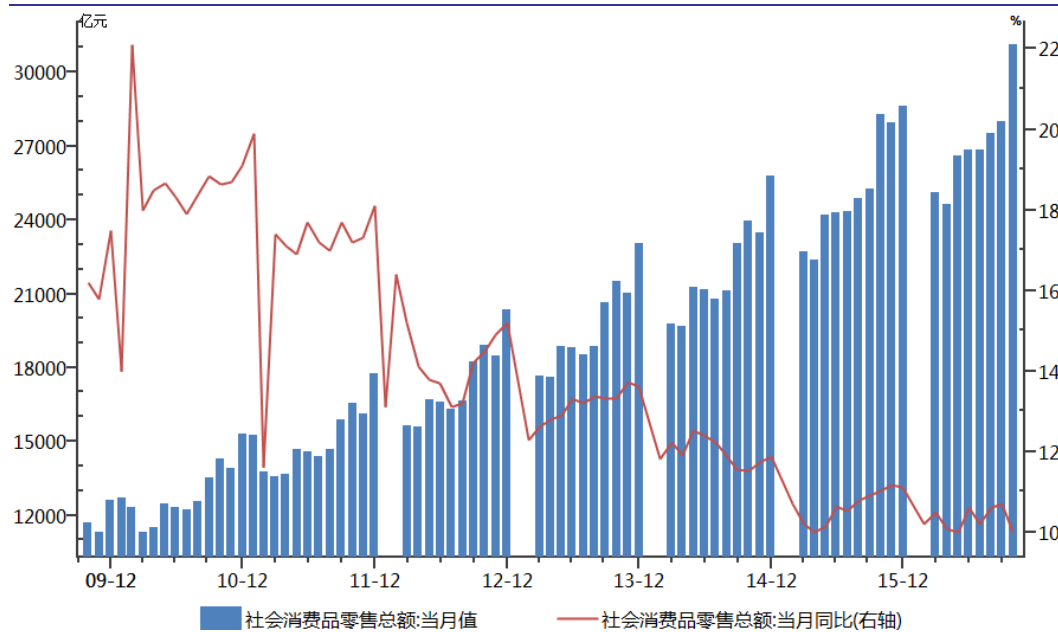


图13. 全社会固定资产投资



资料来源：Wind，信达期货研发中心

图14. 社会消费品零售总额



资料来源：Wind，信达期货研发中心



10月M0同比增长7.2%，前值6.6%；M1同比增长23.9%，前值24.7%；M2同比增长11.6%，前值11.5%。M1、M2 同比“剪刀差”有所缩窄，但M1仍在高位，反映企业资金充沛，而实体投资意愿偏弱。从历史经验看，M1对于通胀和资产价格都具有滞后的推动作用，当前活期存款高企，部分资金甚至流入金融市场，成为资产价格轮动的重要力量。

图15. M1-M2 剪刀差



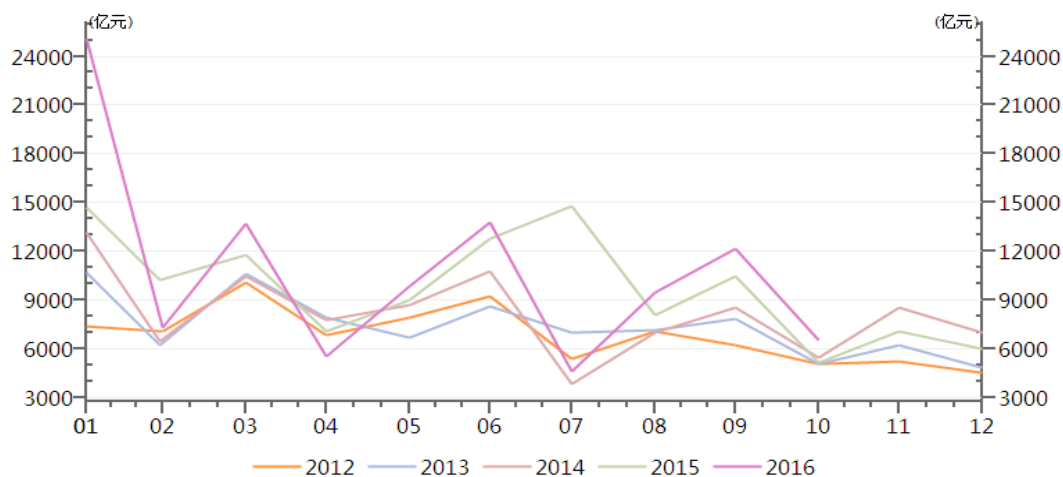
资料来源：Wind，信达期货研发中心

10月新增人民币贷款为6513亿元，较上月减少5643亿元，同比多增1377亿元。新增人民币贷款大幅减少，季节性因素占据主导，若与历年同期水平相比，10月增幅依然不低。分项来看，新增企业中长期贷款728亿元，较上月减少3738亿元；新增企业短期贷款 - 438亿元，较上月少增465亿元。企业信贷受季节性因素和地方债务置换拖累而增速大幅回落，显示企业融资需求依然疲弱。前期地产销售火热的滞后影响推动居民房贷继续高增，新增居民中长期贷款4891亿元，较上月少增850亿元，新增居民短期贷款 - 561亿元，较上月少增1276亿元。10月房地产限购将使未来居民中长期贷款显著回落，信贷未来有继续萎缩的风险。10月新增社会融资规模8963亿元，较上月减少8246亿元，同比多增3370亿元。



图16. 新增人民币贷款

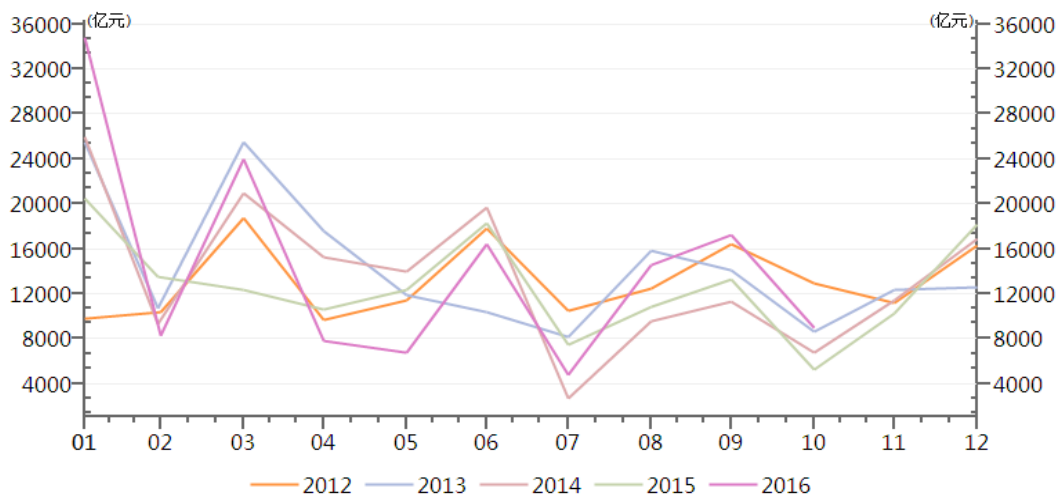
金融机构:新增人民币贷款:当月值



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

图17. 新增社会融资规模

社会融资规模

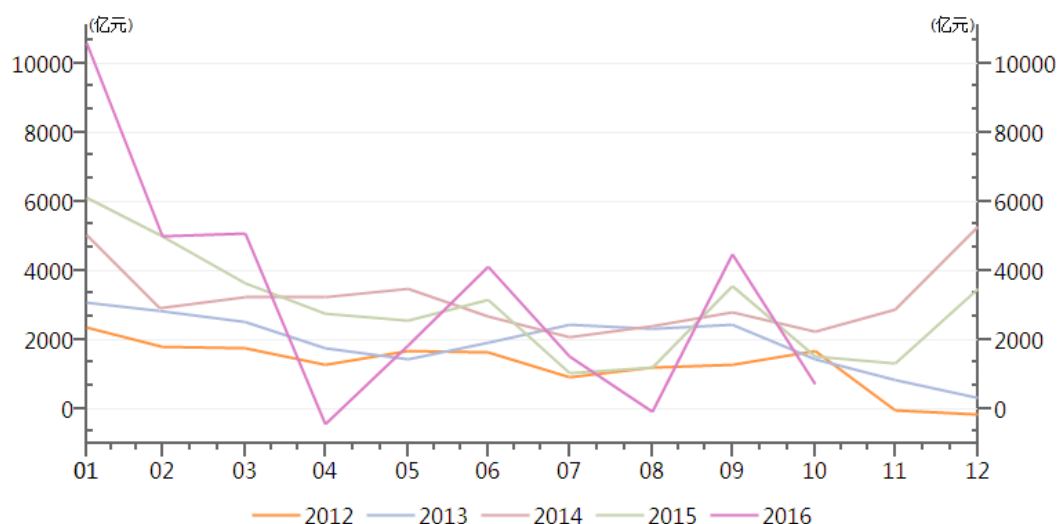


资料来源: Wind, 信达期货研发中心



图18. 新增人民币贷款：企业中长期贷款

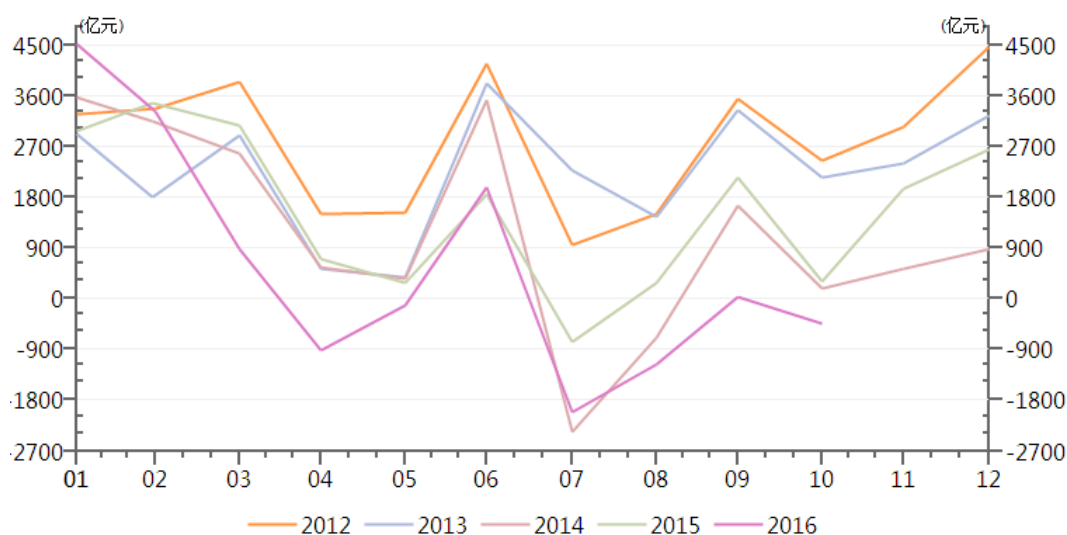
金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司:中长期:当月值



资料来源：Wind，信达期货研发中心

图19. 新增人民币贷款：企业短期贷款

金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司:短期:当月值

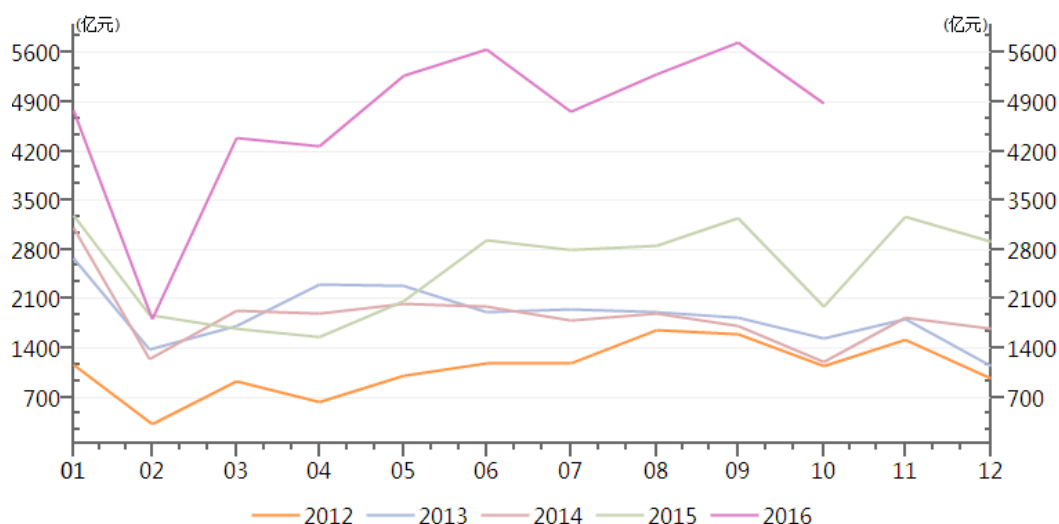


资料来源：Wind，信达期货研发中心



图20. 新增人民币贷款：居民中长期贷款

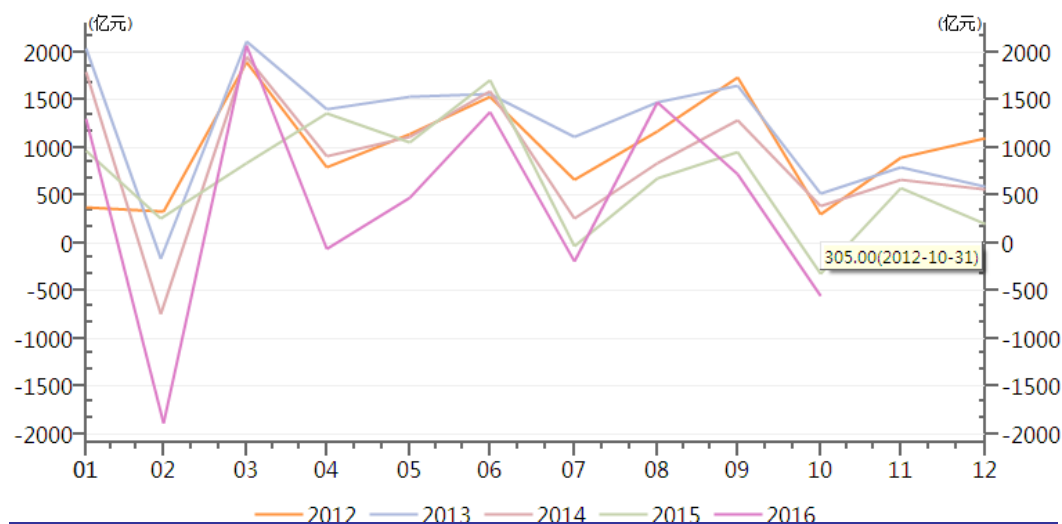
金融机构:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值



资料来源：Wind，信达期货研发中心

图21. 新增人民币贷款：居民短期贷款

金融机构:新增人民币贷款:居民户:短期:当月值



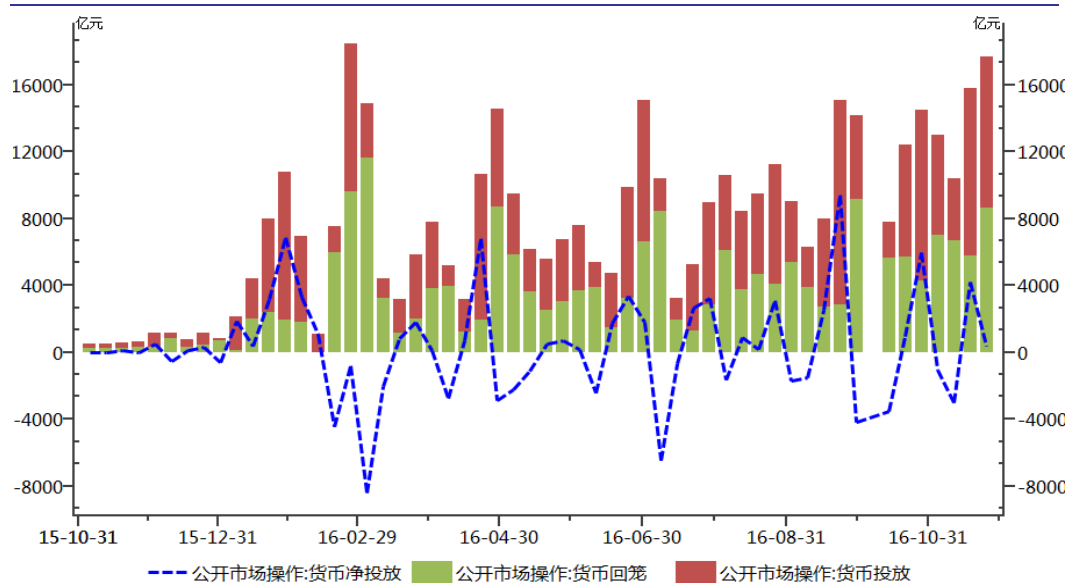
资料来源：Wind，信达期货研发中心



第三部分 市场资金面分析

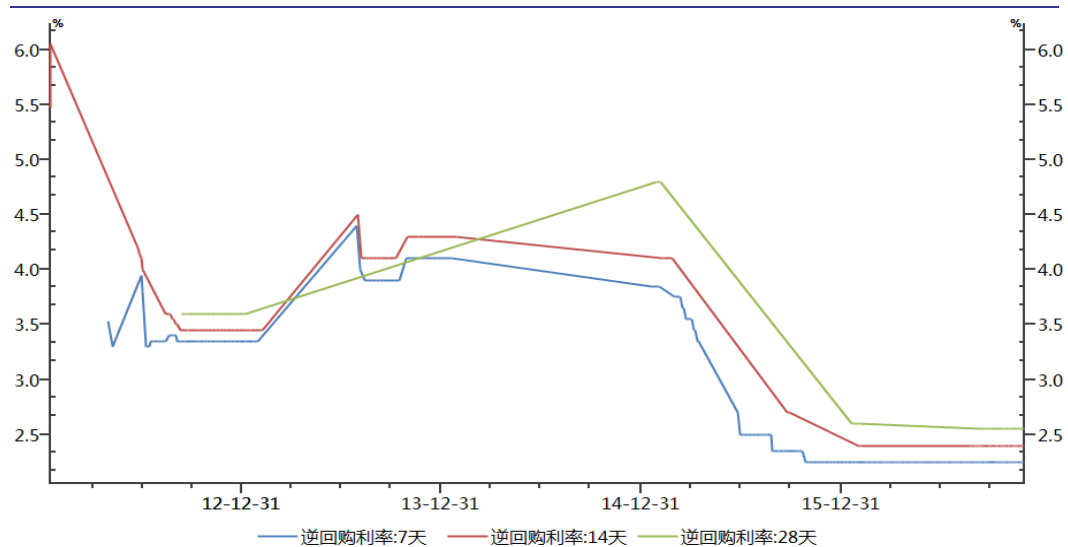
本月初央行在公开市场上加大资金投放量维稳资金面，资金面紧张程度有所缓解，但下半月央行开始在公开市场上净回笼资金，资金面紧张态势节节攀升，市场利率不断走高，这再一次证实了当下资金面紧平衡的猜想。在国内房地产调控和美联储加息预期升温下，人民币汇率在国庆节后开启加速贬值模式，这些均在短期内限制了央行放松货币政策，同时央行第三季度货币政策报告多次提及抑制资产泡沫的重要性，进一步限制了货币政策的放松。央行对市场资金利率容忍度提高，利率中枢显著抬升。

图22. 公开市场操作流动性投放情况



资料来源：WIND，信达期货研发中心

图23. 逆回购操作利率与前值持平

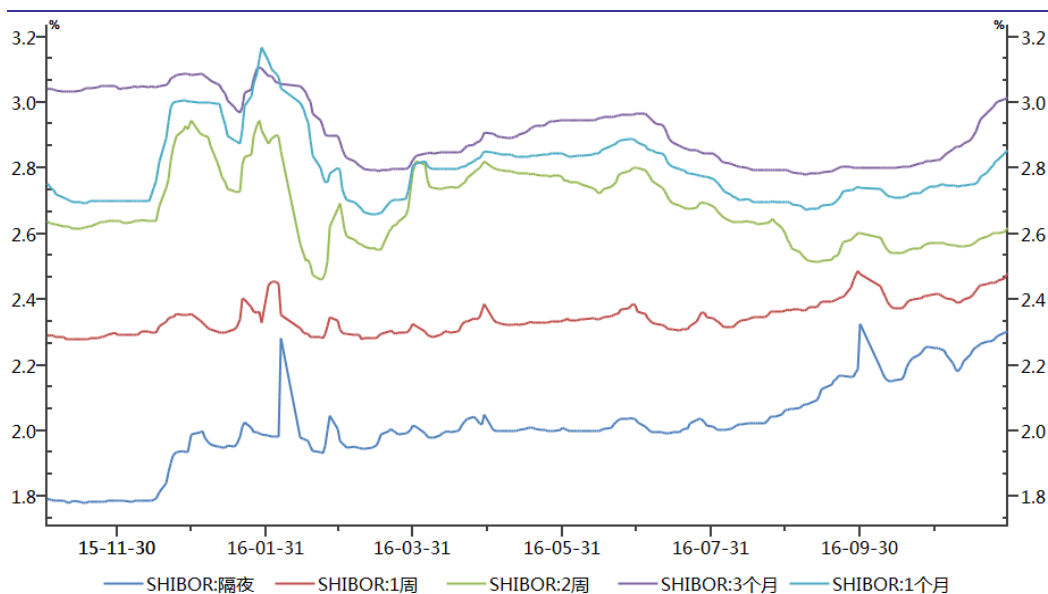




资料来源：WIND，信达期货研发中心

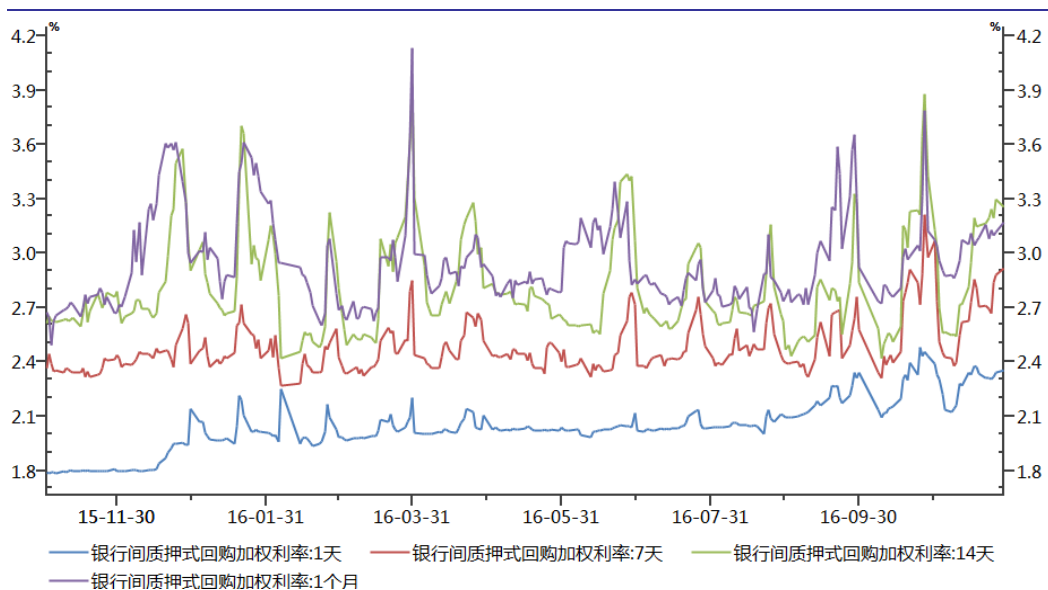
上海银行间同业拆放短端利率在月初短暂下行后，由于资金面持续偏紧，短端长端利率开始持续上行，截至 11.29，隔夜利率 2.3020%，较上月末上行 4.9bp，7 天期利率 2.4810%，较上月末上行 6.3bp，14 天期利率 2.6180%，较上月末上行 4.5bp，1 月期利率 2.8545%，较上月末上行 11.12bp，3 个月期利率 3.0172%，较上月末上行 19.39bp。近期由于房地产限购和人民币加速贬值，央行在公开市场上边际收紧流动性，货币市场利率中枢显著抬升。

图24. 上海银行间同业拆放利率



资料来源：WIND，信达期货研发中心

图25. 银行间回购加权利率

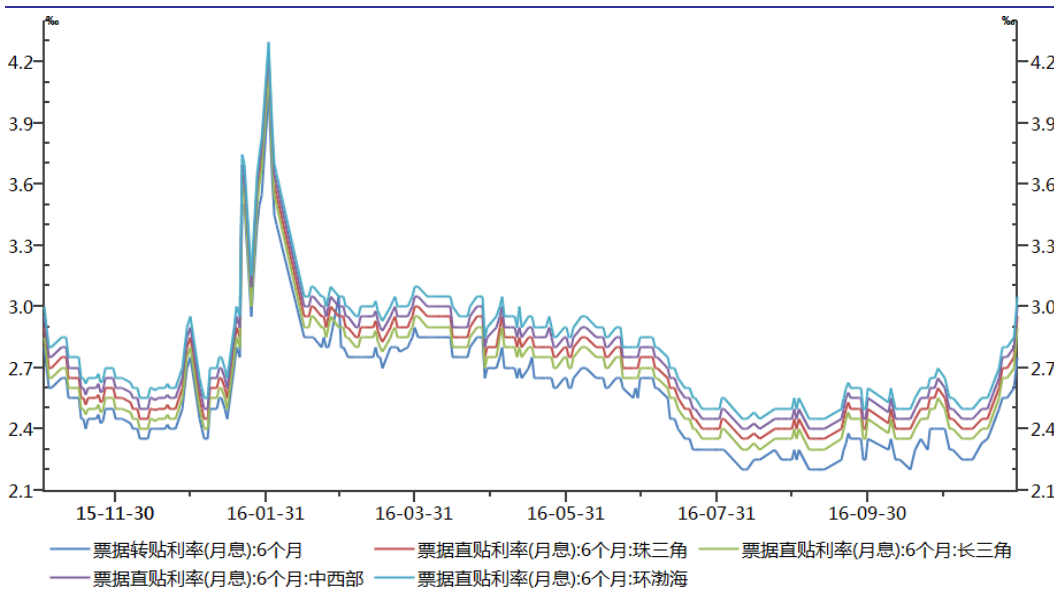




资料来源：WIND，信达期货研发中心

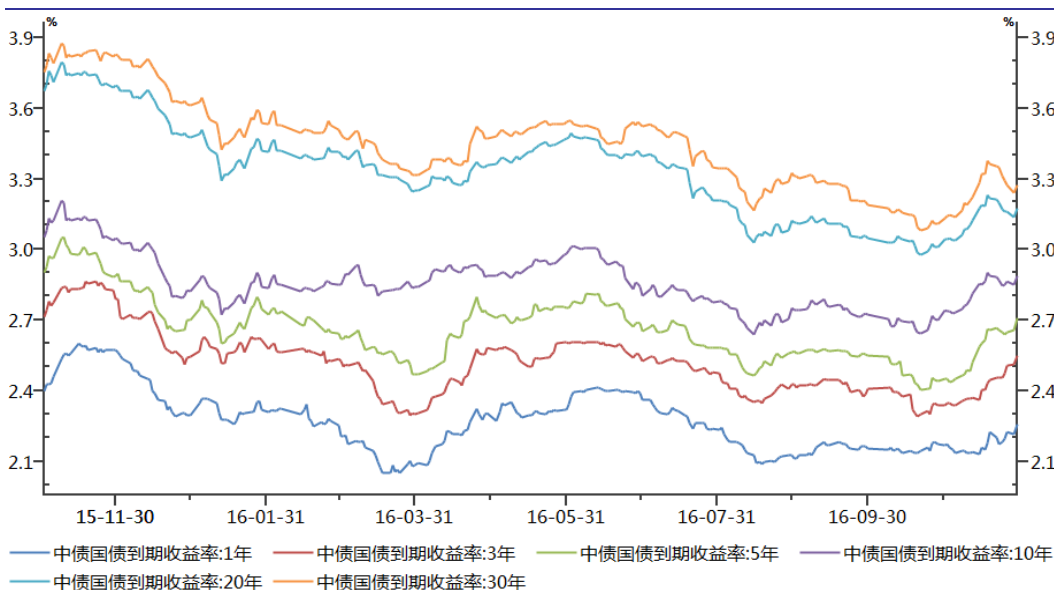
本月票据利率较上月末大幅上行，截至 11.29，转贴现票据利率 2.75%，较上月末上行 35bp，票据直贴利率珠三角 2.95%、长三角 2.90%、中西部 3.00%、环渤海 3.05%，均较上月末上行 40bp。

图26. 票据利率



各期限国债收益率均较上月末大幅上行。1年期国债收益率上行 8.88bp 至 2.2599%，3年期国债收益率上行 21.18bp 至 2.5525%，5年期国债收益率上行 25.18bp 至 2.7096%，10年期国债收益率上行 14.81bp 至 2.8906%，20年期国债收益率上行 13.16bp 至 3.1742%，30年期国债收益率上行 13.85bp 至 3.2728%。

图27. 国债到期收益率

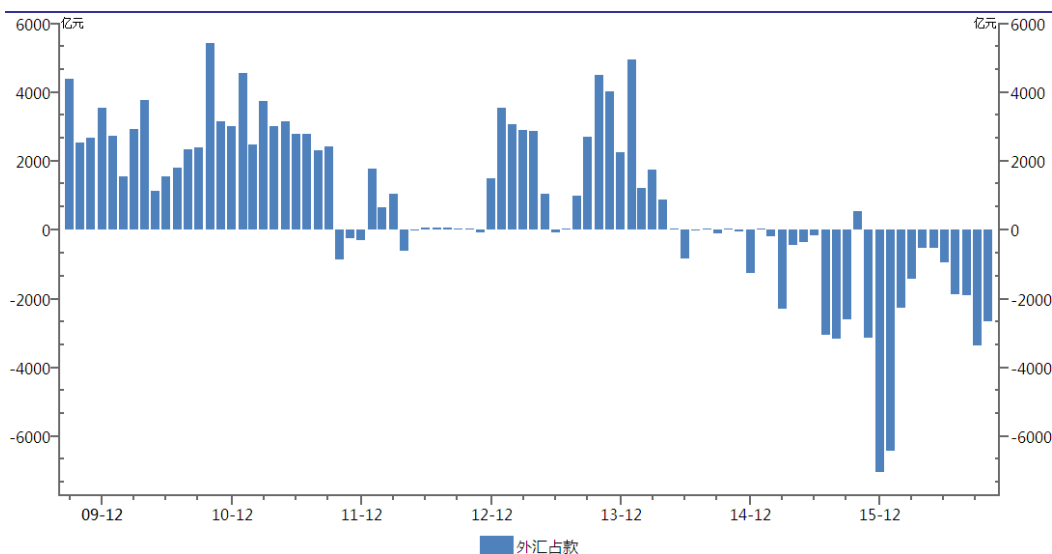




资料来源：WIND，信达期货研发中心

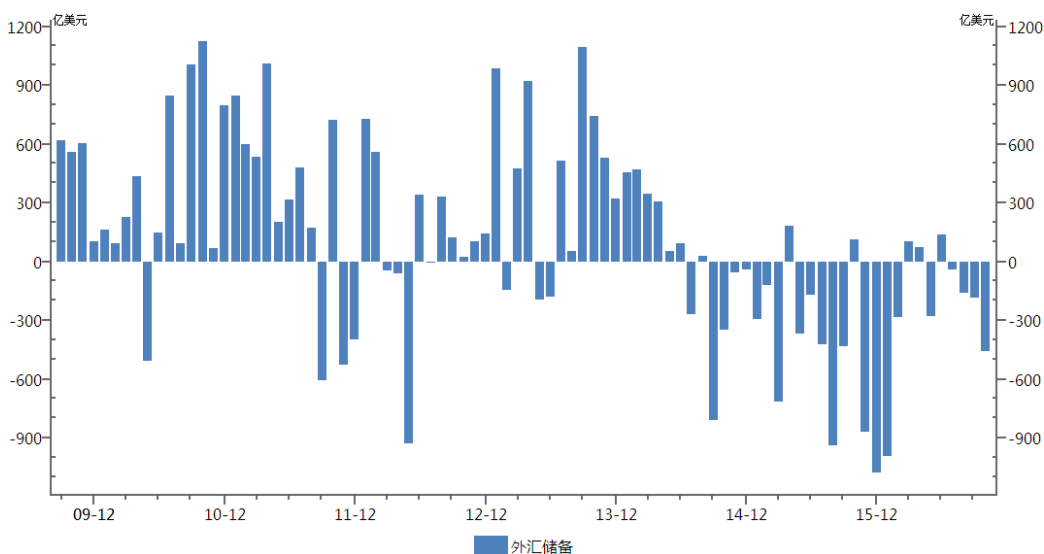
截至10月末外汇占款余额为22.6万亿元，较上月减少2679亿元，外汇占款连续12个月下滑，但降幅较上月有所收窄。10月中国外汇储备规模3.12万亿美元，连续四个月下跌，环比减少457亿美元，降幅为1月份以来最大。事实上，10月外汇储备的下降幅度比市场大部分人预计的要温和，这表明中国央行并没有通过过度消耗外汇储备来支持人民币汇率。

图28. 外汇占款



资料来源：Wind，信达期货研发中心

图29. 外汇储备

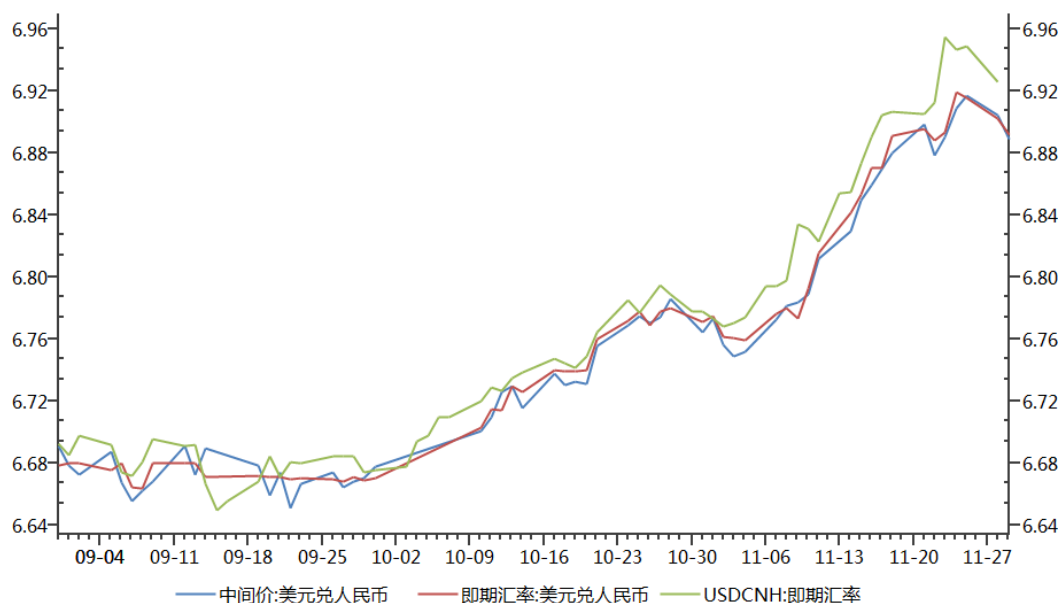


资料来源：Wind，信达期货研发中心



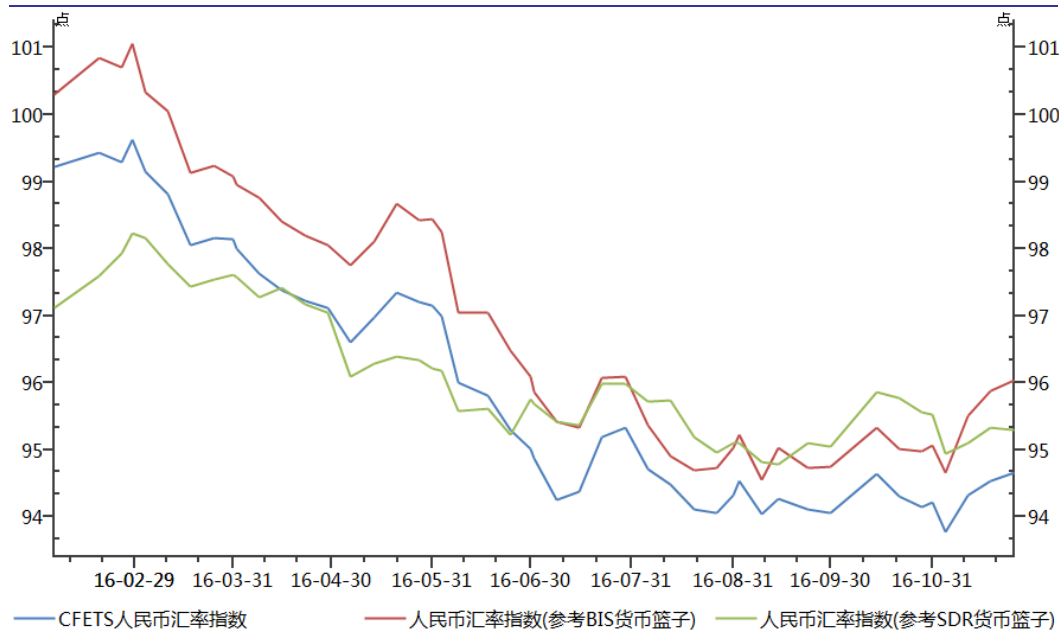
10月以来人民币汇率开启加速贬值模式,截至11.28,美元兑人民币中间价6.9042。美国年末加息窗口渐近,美元指数强势上涨,人民币持续承压,叠加国内房地产调控政策,预计短期内货币政策难以松动。美国方面,特朗普上台导致财政刺激预期升温,美债收益率大涨,全球流动性拐点已现,资本外流和人民币贬值压力进一步加大。

图30. 美元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

图31. 人民币对一篮子货币汇率保持稳定



资料来源: Wind, 信达期货研发中心



公司简介

信达期货有限公司成立于1995年10月，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》（许可证号：32060000），浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378）的专营国内期货业务的有限责任公司，公司由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现拥有上海、大连、郑州商品交易所等三大期货交易所的全权会员资格，是中金所全面结算会员。

雄厚金融央企背景

信达证券股份有限公司是于2007年9月成立的国内AMC系第一家证券公司，法定代表人张志刚。公司具有中国证监会核准的综合类证券业务资格，现注册资本为25.687亿元人民币，拥有81家营业部，2家分公司，全资控股信达期货有限公司。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于1999年4月19日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月，在大型金融资产金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012年4月，首家引进战略投资者，注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台





信达期货分支机构

- 北京营业部 北京市朝阳区裕民路12号中国国际科技会展中心A座506室
(咨询电话 : 010-82252929-8012或8011)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路1399号信达大厦(建京大厦)11楼E座
(咨询电话 : 021-50819373)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路111号建和中心大厦11层C单元
(咨询电话 : 020-28862026)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街25号4层
(咨询电话 : 024-31061955 ; 024-31061966)
- 哈尔滨营业部 哈尔滨市南岗区长江路157号欧倍德中心5层3号
(咨询电话 : 0451-87222480转815)
- 石家庄营业部 石家庄市平安南大街30号万隆大厦5层501、502、503、504、510、511室
(咨询电话 : 0311-89691998)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2408、2409房间
(咨询电话 : 0411-84807575 ; 0411-84807776)
- 金华分公司 浙江省金华市中山路331号 (海洋大厦8楼801-810)
(咨询电话 : 0579-82328747 ; 0579-82300876)
- 乐清营业部 乐清市城南街道双雁路432号7楼
(咨询电话 : 0577-27857766)
- 富阳营业部 富阳市江滨西大道57号国贸中心写字楼901-902
(咨询电话 : 0571-23255888)
- 台州营业部 台州市路桥区银安街679号501-510室
(咨询电话 : 0576-82921160)
- 义乌营业部 义乌市宾王路158号银都商务楼6层
(咨询电话 : 0579-85400021)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区车站大道京龙大厦1幢十一层1号
(咨询电话 : 0577-88881881)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路792号212-217室
(咨询电话 : 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市越城区梅龙湖路56号财源中心1903室
(咨询电话 : 0575-88122652)
- 深圳营业部 深圳市福田区福田街道深南大道4001号时代金融中心4楼402-2
(咨询电话 : 0755-83739096)



重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。